

学校编码: 10384

分类号_____密级 _____

学 号: 200210017

UDC_____

厦 门 大 学
硕 士 学 位 论 文

中国私人权益资本发展研究

A Study on the Development of Private Equity in China

张 瑜

指导教师姓名: 周 永 强 副教授

专 业 名 称: 国 民 经 济 学

论文提交日期: 2005 年 5 月

论文答辩日期: 2005 年 6 月

学位授予日期: 2005 年 月

答辩委员会主席: _____

评 阅 人: _____

2005 年 5 月

厦门大学学位论文原创性声明

兹呈交的学位论文，是本人在导师指导下独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考的其他个人或集体的研究成果，均在文中以明确方式标明。本人依法享有和承担由此论文而产生的权利和责任。

声明人（签名）：

年 月 日

摘 要

私人权益资本是指不经过证券交易委员会审批登记的，在私人之间或各金融与非金融机构之间交易的权益资本。在欧美以及新加坡等国家，私人权益资本及其市场蓬勃发展，并成为创业经济尤其是高新技术中小企业融资的重要渠道。在我国，私人权益资本的发展尚处于初级阶段，它的出现对于健全我国金融市场体系、丰富融资渠道、解决中小企业特别是创业性的民营企业的融资问题，以及参与国有企业重组和改革等诸多方面都显示出积极的现实意义。本文试图就私人权益资本在我国资本市场的地位和发展前景做初步的探讨。

本文分为五个部分，主要章节及内容如下：

1.私人权益资本的概述。该章首先给出了私人权益资本的内涵界定，分析讨论了私人权益资本的特点。然后从投资学、信息经济学和制度经济学的角度，并通过参考 2004 年最新的国内外理论研究成果，分析了私人权益资本的理论基础。

2.私人权益资本发展的国际经验借鉴。该章分析介绍了美国、欧洲和新加坡私人权益资本的发展概况和特点。通过对上述国家和地区的经验介绍，给我国的私人权益资本市场的发展一些启示。

3.我国私人权益资本在经济发展中的地位研究。该章通过阐述私人权益资本对创业经济、民营经济、国有企业改革和多层次资本市场的构建的促进作用，论证了我国私人权益资本发展的重要地位。

4.我国私人权益资本发展的现状和问题分析。该章通过对我国私人权益资本发展的考察，指出了私人权益资本发展初级阶段的诸多瓶颈。

5.最后笔者通过共计九个方面的篇幅，探讨了关于我国发展私人权益资本行业的政策建议。内容主要包括：拓宽私人权益资本的融资来源，完善退出机制，创造良好的外部环境等。

本文研究方法的特点是理论分析和政策分析相结合，并通过国际经验及启示，以及尽量引用最新的数据和参考文献，对我国私人权益资本发展提出建议。同时，在以下几个方面有所突破：

- 1.私人权益资本市场线的构建；
- 2.关于私人权益资本应用于国有企业改革的思考；
- 3.一些建设性意见的提出。

关键词：私人权益资本；创业投资；融资渠道

ABSTRACT

The private equity here we mean the equity transacted among individuals or among various financial and non-financial institutions without the approval by or registration with Stock Exchange Committee. Private equity and its market have been flourishing in the west and some other countries such as Singapore. Private equity has also been becoming a main channel for the rising enterprise to fuse funds especially a catalyst to blaze new trails in science and technology and for science and technology to change into productive forces. In China, private equity is just on the beginning. Its development will undoubtedly benefit the amplification of the financial market system and the enrichment of our financing channel. And it is also of positive and practical significance to the turning-around and reform in the State-owned enterprises and so on. Thus, this thesis is trying to probe the status and foreground of private equity in our country.

The dissertation is divided into five parts as follows:

1. Summarizes about private equity. At first, the author introduces private equity through its concepts, factors and characteristics. And then with the quotes of the newly theoretical researches, the author respectively analyzes the theoretical basic from the points of investment, info-economics and institutional economics.

2. Introductions on international experiences. By the introductions about the private equity in America, Europe and Singapore, this part is trying to sum up some revelations to our country.

3. Study on the status of private equity in our country's development. This part explores the probability that private equity can enhance innovation economy, private economy, reform of state-owned enterprise and the construction of multi-level capital market. Meanwhile, it demonstrates the important role that private equity will play in the future.

4.Descriptions of the present situation and weakness as to our private equity industry. Private equity industry in our country is so fresh that there are many shortcomings we should try best to overcome.

5.Proposals on the development of private equity in our country. In this part, the author gives out countermeasures and proposals according to all the above analyses and studies.

The purpose of this dissertation is to bring forward suggestions for our private equity industry, by studying international experiences and citing latest figures and references.

There are some endeavors about innovation in this essay as follows:

1. to draw and explain the market line of private equity;
2. to detail the role that private equity will play in the reform of state-owned enterprise;
3. to bring up some constructive proposals.

Key Words: private equity; venture capital; financing channel.

目 录

引 言	1
第一章 私人权益资本概述	3
一、私人权益资本内涵与特征	3
二、私人权益资本的理论思考	7
第二章 私人权益资本发展国际经验借鉴	14
一、美国创业投资业的发展概况	14
二、欧洲创业投资业发展概况	17
三、新加坡私人权益资本发展概况	19
四、以上三个地区的私人权益资本发展的经验启示	21
第三章 私人权益资本在中国经济发展中的地位	24
一、私人权益资本市场促进创业经济发展	24
二、私人权益资本市场促进民营经济发展	27
三、私人权益资本助力国有企业改革	29
四、私人权益资本完善多层次的资本市场	30
第四章 中国私人权益资本现状和问题分析	33
一、中国私人权益资本发展概况	33
二、我国私人权益资本发展的问题分析	34
第五章 发展我国私人权益资本的政策建议	44
一、拓宽私人权益资本资金的来源渠道	44
二、完善私人权益资本的退出机制	45
三、营造良好的外部环境	46
四、完善私人权益资本的中介服务体系	47
五、加强高新技术产业群的建设	48
六、加快复合型的私人权益资本专业人才的培养	49

七、建立战略联盟	50
八、走国际化道路	51
九、做好理论调研工作为私人权益资本发展运筹帷幄	51
参考文献	53

厦门大学博硕士论文摘要库

Contents

Preface.....	1
Chapter 1 Summarizes of Private Equity	3
I Connotation and characteristics of private equity	3
II Theoretical thoughts of private equity.....	7
Chapter 2 Introductions about International Experiences	14
I The general situation of private equity in America	14
II The general situation of private equity in Europe	17
III The general situation of private equity in Singapore	19
IV The revelations from the above experiences.....	21
Chapter 3 China's Economy can Benefit from Private Equity.....	24
I Private equity can enhance carving-out economy	24
II Private equity can accelerate private economy	27
III Private equity can benefit the reform of state-owned enterprises..	29
IV Private equity can enforce multi-level capital market	30
Chapter 4 Present Situations and Weakness of China's Private Equity.....	33
I Introductions of china's development of private equity	33
II Analyses on the problems in existence.....	34
Chapter 5 Countermeasures and Proposals	44
I Enrich the resources of capital to private equity	44
II Consummate the exit mechanism	45
III Build up favorable outside environment	46
IV Prefer the service system of agency	47
V Focus on the high and new technology industrial zones.....	48
VI Expedite the cultivation of all-around persons	49
VII Set up strategic alliance	50
VIII Catch the opportunities of internationalization	51
IX Reinforce the work of survey and information	51
References	53

引言

2004 年 5 月，深圳证券交易所中小企业创业板块挂牌，标志着中国资本市场向多层次、多品种拓展，并引发了民营企业和创业经济的融资问题和融资环境的讨论。

据中国国家发展委员会公布的资料显示，目前国内中小企业中 85% 为民营企业，80% 以上普遍存在融资难的问题。在各方面的努力下，民营企业的短期信贷问题近年来已经有所缓解，但是中长期信贷和权益性资本的供给还是严重不足。国有大银行向民营企业发放数额相对较小的贷款存在着管理费较高和监控困难的问题。而中小金融机构的实践发展一方面不能满足需求，另一方面同样是中小企业的中小金融机构自身也无法化解创业投资的风险。

从现代经济发展考察来看，技术进步成为推动经济增长的主要因素。实现技术进步，离不开金融的支持。美国新经济的发展以及新加坡安然渡过金融危机靠的就是金融创新，即私人权益资本及较成熟的私人权益资本市场。而在我国，“科教兴国”战略的实施和实现，关键所在就是促进科技向生产力的转变，这也需要一种新的金融制度安排。

从国外的经验来看，几乎可以肯定的是没有私人权益资本投融资行业的发展，21 世纪的科技创新和世界经济增长将被严重滞缓。因为相比较来说，对那些尚不具备在股票交易所上市或交易条件，但具有良好发展潜质的企业，私人权益资本为其提供了一个理想的融资方式——为企业的未来发展引进资金，并为企业将来在股票交易所的上市及交易做好准备。而且，通过私人权益资本交易寻找到策略性的投资者，不仅仅可以满足资金需求，还可以为企业引进专有人才、技术和网络资源，壮大企业的实力和改善经营及管理，并为企业拓展市场做好准备。

保持国民经济的可持续发展，促进创新经济和民营经济的稳定增长，甚至是产权结构合理化都要求融资环境进一步优化和金融创新举措的不断出台。在这点上，我们任重道远。

厦门大学博硕士论文摘要库

第一章 私人权益资本概述

一、私人权益资本内涵与特征

(一) 私人权益资本和创业投资的概念界定

美国创业投资协会(American Venture Capital Association) 的创业投资定义：由职业金融家投入到新兴的、迅速发展的、有巨大竞争潜力的企业（特别是中小型企业）中的一种股权投资形式。经济合作和发展组织（Organization for Economic Co-Operation and Development, OECD）创业投资的定义：以高科技与知识为基础，从事生产与经营技术密集的创新产品或服务的投资。

传统的创业投资主要针对高新技术产业，而狭义的创业投资一般指对创业早期的高新技术企业的投资。但是，世界各国的创业投资实践不断发展，创业资本不仅逐渐从高新技术发展的早期阶段的投资转移到了从事创业后期投资，还广泛地涉足非高新技术产业的高成长性的投资领域，如提供特色服务零售业、企业的并购、企业扩展期投资等。创业投资的发展方向从狭义走向广义，包括对所有企业和不同阶段的具备创业概念并有超额回报潜力的商业活动投资，甚至是对成熟企业由于财务困难可能导致破产等而需融资的资本支持等等。

所谓私人权益资本是指不必经过证券交易委员会审批登记的，在私人之间或各金融与非金融机构之间交易的权益资本。以美国为例，在 20 世纪 70 年代以前，这个市场以富有家庭、企业或金融机构为主，从 20 世纪 80 年代起，其主要资金来源转为机构投资者，特别是养老基金、保险金、捐助基金等。其主要业务也全部转为由经验丰富而且训练有素的职业金融家指导并提供的专业服务。严格意义上讲，美国私人权益资本市场包括两大

组成部分：创业投资资本(Venture Capital)和非创业投资资本(Non-venture Capital)。从规模上看，20 世纪 90 年代初，创业投资只占全部私人权益资本市场的 30%。另外，私人权益资本投资对象包括了发展 (Development Finance)、夹层资本 (Mezzanine Finance)、基本建设 (Infra-structure)、管理层收购或杠杆收购 (MBO/MBI)、重组 (Restructuring) 和合伙制投资基金 (PEIP)。

不可否认的是，私人权益资本投资更加突出了其作为产业资本和金融资本相衔接的资本市场工具的功能。因为它能够帮助高风险不确定性的企业组织，补充资金并提供专家甄别管理服务，所以成为国内外逐渐受关注的金融创新工具。

(二) 私人权益资本基本要素分析

1. 从融资渠道上看，私人权益资本的资金来源主要包括政府、银行、保险公司、养老基金、捐赠基金以及天使资本。其中，天使资本通常是由富有个人以自己名义直接投资于创业企业，它的来源主要有三个^①：(1)曾经的创业者。即他们曾经成功地创业过，但如今由于年龄或其他原因，不能亲自创业了。于是通过投资与扶持别的创业者创业，一则可以重新体验当年的创业激情；二则一旦所扶持的创业者创业成功，即可获得社会的尊重，三则附带着让自己的巨额财产进一步增值。(2)传统意义上的富翁。他们通常是非常富有的律师、会计师或名医生，在享受上流社会的生活方式的同时，也希望能够通过创业投资一方面体验冒险激情，另一方面间接体验创业者的乐趣。(3)大型高科技公司中的创业精英。他们通常位于公司中层管理以上的阶层，一方面拥有高额的年薪，另一方面对技术拥有独到见解。但虽然有个人独自创业的念头，却难以割舍优厚的职位待遇。于是，便在工作之余，将自己没时间花的钱用作天使投资。

^① 刘曼红. 天使资本与民间资本[M]. 北京：机械工业出版社，2003.

2. 从投资对象上看,不同规模的企业,出于不同的融资原因,都可能成为私人权益资本的投资对象。处于初创阶段的高科技企业是该市场的主要筹资者之一,由于投资风险高,该类企业很难从传统的金融中介和金融市场获得融资,需要风险资本的支持。因此,创业资本是私人权益投资的最初形式。而私人权益资本投资还包括对需要重建的企业以及遭遇财务困难的公司甚至是上市公司进行投资^①。

当企业所面临的问题主要是由于经营管理不善或出现意外事件而陷入财务困境(资金短缺或由于资产负债过高而导致融资能力萎缩),或是主要股东无意于再持有该企业的股权;但是,企业所经营的产品很可能仍然有市场,市场营销模式也基本适应产品创新的需要时,私人权益资本投资通常采取以下方式来支持企业发展:(1)挽救投资。即向一家正处于困难中的企业,或正在面临被收购的企业提供股权资本支持,以支持企业度过难关。(2)债转股。即将一家有需要的企业的债务资产转化为私人权益资本投资的权益资产,从而降低企业的负债率,提高企业的融资能力。(3)股权置换。即通过私人权益资本投资,允许企业的现有股东买回、置换或赎回其所持有的股权,从而改进企业的股权结构。

当然,私人权益资本还能通过支持管理层收购促进企业发展。企业经营不善的原因有很多,从管理层方面来说主要有:管理层本身能够胜任其职,但由于受制于股东与董事会的制约而难以施展拳脚;管理层本身就难以胜任。因此,促进企业发展的首要问题便是通过支持原有管理层收购企业股权或者导入新管理层并支持其收购企业股权,从而解决企业的管理问题。管理层的收购主要有以下三种不同方式:(1)保留原有管理层的管理层收购投资(Management Buy Out,简称MBO);(2)导入新管理层的管理层收购投资(Management Buy In,简称MBI);(3)导入部分新管理层的管理层收购投资(BIBO)。

^① 私下非公开方式,从而减少他们信息披露的刚性约束条件。

另外，私人权益资本还能够投资于基础设施建设。2003年6月8日，世界上第一座跨海大桥——杭州湾跨海大桥破土动工。这座桥的意义不仅在于带动长江三角洲的经济，还在于它开辟了一种新的筹资方式——私人权益资本进入。杭州湾大桥是总投资118亿元的大型项目，一半以上（50.25%）由民营企业投资。把基础设施作为一项有回报的投资，让民营资本投资——获利了，收益是他们自己的；失败了，只能由他们本人承担损失。并且由于民营资本的参与，杭州湾大桥实行了有效的企业化管理和高效率的市场化经营，这是一个良好的开端，也是一次难得的实践。

（三）私人权益资本投资的特点

私人权益资本投资是典型的改革式、实现资本增值的积极的投资策略^①。私人权益投资作为一种创新的投资方式适合于风险大、不确定性高的投资环境。其本身特点鲜明而且突出：

首先，私人权益资本投资是以股权方式投资于极具增长潜力的企业从而建立起“共担风险、共享收益”的机制。在私人权益资本市场筹资的企业，无论是处于初创阶段的新兴企业还是陷入财务困境的上市公司，都面临着较大的不确定性，投资风险大。

其次，由于所投资的企业大多是未上市的企业，资产不具有流动性，信息披露不完备，所以很难像证券投资那样可以通过大容量的组合投资来分散风险，并且不可以通过随时卖出股票来减少风险，因此，私人权益投资是一种主动参与管理型的专业投资。作为私人权益投资经理，或者具备企业管理的丰富经验，或者具备投资银行的从业背景，对所投资企业的经营管理、市场前景和行业情况都有较深刻的理解。通过积极参与所投资企业的管理方式，一方面弥补所投资企业在管理经验上的不足，另一方面主动控制企业的营运风险。

^① EVCA:Why and How to Invest in Private Equity(Special Paper)[Z].

第三，私人权益资本是一种权益资本投资，而非债权投资。债权资本面对债权的还本付息要求，无力承担过高风险，而且债权资本的硬约束会造成风险企业家经营行为的短期化，不利于投资的长期发展。若债务资本是软约束，则高风险相应地转嫁给了金融机构，这不符合金融机构的经营原则。而私人权益资本投资的唯一目的是获得资本增值收益，所以其关注的是投资对象的发展前景和资产增值，而非当前的盈亏情况。投资的目的是在适当的时候通过股权转让方式退出投资，以便在最有利的时机实现高资本增值收益。另外，它是一种中长期投资，一般需要经过较长的一段时间才能实现资本退出、获得收益。

“私人权益资本投资”这一概念在美国和欧洲具有不同的含义，而且各国行业协会在做市场统计时也采用不同的口径。如欧洲将创业投资与私人权益资本投资作为两种有区别的投资活动，他们认为传统意义上的创业投资是指以科技创新为基础的具有巨大市场潜力的新技术、新产品开发和初创企业的股权融资，即狭义的创业投资概念；而美国则涵盖了除公开市场外的其他股权融资形式；新加坡于 20 世纪 80 年代中期引进创业投资时，并不刻意地寻求通过创业投资来发展高新技术企业，所以新加坡对创业投资的定义主要沿用广义创业投资的概念，以致于“创业投资”与“私人权益资本投资”这两个概念很难区分。

二、私人权益资本的理论思考

（一）基于投资学的理论思考

依据现代投资理论的基石——资本资产定价模型(CAPM)的解释，任何一种证券的收益都等于无风险收益率加上证券所承担的风险（ β 值）与市场风险价格（风险溢价）的乘积。用公式表示如下：

$$R = R_f + [R_m - R_f] \times \beta$$

Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库